BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– July 2005 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 11 July 2005.

Introduction

The update on global and Canadian economic developments presented in this *Report* highlights three issues. First, the balance of information on capacity pressures indicates that the Canadian economy is operating close to its production limits. Second, over the past several months, further progress has been made across sectors of the Canadian economy in adjusting to global developments. Third, while the risks to the outlook through 2006 appear balanced, the medium-term risks related to global imbalances are increasing.

On the whole, the Bank's outlook for output and inflation in Canada through to the end of 2006 is little changed from the scenario outlined in the April *Monetary Policy Report*.

The global economy has been unfolding broadly as expected, and prospects remain favourable for growth of about 4 per cent this year and next. However, growth has been less balanced than expected across economic zones, with the momentum stronger in Asia but weaker in Europe.

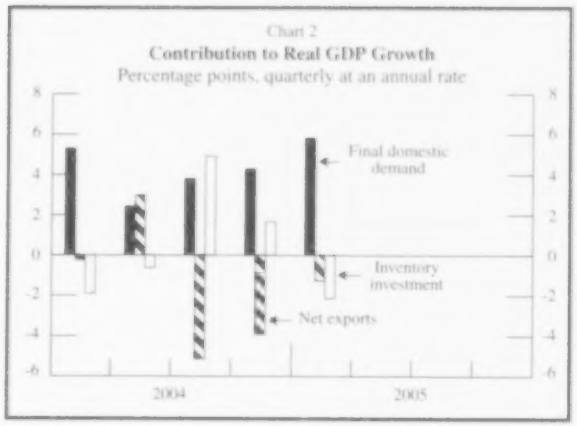
In Canada, strong growth in final domestic demand continues to offset the drag from net exports. The Bank's base-case projection calls for growth of real GDP to be 2.7 per cent in 2005 and to rise to 3.3 per cent in 2006. The Canadian economy is thus expected to remain near its production capacity through the period, and inflation is projected to return to 2 per cent by the end of next year.

Highlights

- The economy is operating close to its production capacity.
- The Bank's outlook is little changed from the April *Monetary Policy Report*, with growth projected to be 2.7 per cent in 2005 and 3.3 per cent in 2006.
- With the economy thus projected to continue to operate near its production capacity, inflation is expected to return to 2 per cent by the end of next year.
- In line with this outlook, some reduction of monetary stimulus will be required in the near term.
- Risks to the outlook through 2006 appear balanced, but over the medium term, risks related to global imbalances are increasing.

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily

Chart 2
Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



To support aggregate demand, the Bank has held the target for the overnight rate unchanged at 2 1/2 per cent since October 2004 (Chart 1). However, in line with the Bank's outlook, some reduction in the amount of monetary stimulus will be required in the near term to keep aggregate demand and supply in balance and inflation on target.

Risks to the outlook over the next four to six quarters relate primarily to the future path of oil and non-energy commodity prices, the pace of growth in China, and the ongoing adjustment of the Canadian economy to global developments. These risks appear balanced.

Over the medium term, there is increasing risk that the correction of global current account imbalances could involve a period of weakness in world aggregate demand. Medium-term risks will be more fully addressed in the October *Monetary Policy Report*, when the Bank's projection horizon is extended to include 2007.

Overview of Recent Economic and Financial Developments

Canada's real GDP rose at an annual rate of 2.3 per cent in the first quarter of 2005, very close to the 2.5 per cent rate expected at the time of the April *Report*. However, at 5.8 per cent, the expansion of final domestic demand was stronger than anticipated in the April *Report*, while reductions in both net exports and inventory investment weighed more negatively on growth than expected (Chart 2).

There is further evidence that the Canadian economy is continuing to adjust to global developments. The strong gains in final domestic demand generated further solid output growth in sectors with a low exposure to foreign competition. In contrast, since the end of 2004, there has been a small reduction in the overall level of activity in non-commodity-producing industries highly exposed to international competition.

While production also declined in commodity-producing industries during the first quarter, this largely reflected temporary production disruptions at an oil sands facility, the impact of adverse weather conditions on oil and gas drilling, and reduced foreign demand for lumber. These industries staged a partial recovery in April.

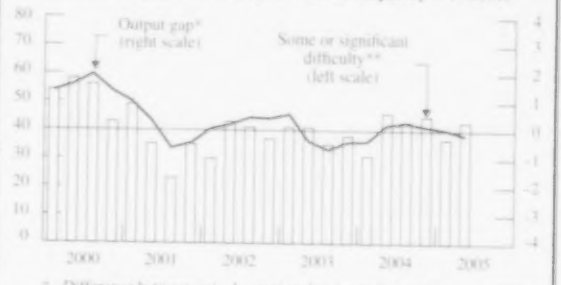
The results from the Bank's summer *Business Outlook Survey* also show that the Canadian economy is adjusting to global developments. For example, capital spending is expected to increase particularly strongly in commodity-producing industries and in many areas of the services sector. The *Survey* also suggests that employment

growth will continue to be concentrated in service and commodity-producing industries.

Based on available information, it appears that the Canadian economy grew by about 2.3 per cent in the second quarter. Current indicators suggest that final domestic demand continued to rise solidly. Moreover, several developments point to the prospect of a pickup in the pace of activity in the second half of the year. A further decrease in the rate of inventory accumulation in the second quarter should leave inventory levels and sales better aligned. Momentum appears to be building in capital spending, and employment growth has picked up.

The Bank's conventional estimate of the output gap indicates that the economy was operating with a slight amount of excess supply in the second quarter of 2005 (Chart 3). Based on its assessment of all indicators, it is the Governing Council's

Chart 3
Conventional Estimate of the Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 2.3 per cent (at annual rates).

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Pressures on Capacity

The Bank's conventional measure of potential output was revised down slightly from the estimate used in the April *Report*, reflecting the downward revision to Statistics Canada's estimates of real GDP over the period from 2002 to mid-2004. With GDP growth in the last three quarters of 2004 revised upwards, however, the level of real GDP at the end of 2004 was left unchanged. Consequently, the Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating at its capacity limits in the first quarter of 2005, instead of very slightly below its production capacity as projected in the last *Report*. With economic growth likely to have been 2.3 per cent in the second quarter, a slight amount of economic slack is expected to have emerged by mid-2005.

Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector[1] suggests greater pressure on production capacity than the Bank's conventional estimate of the output gap.

Other indicators, however, point to less pressure. For instance, wage increases have remained quite moderate, and core inflation, on average, has been below 2 per cent since mid-2003.

Similarly, the proportion of companies reporting labour shortages in the summer *Business Outlook Survey* remained lower than average, while the percentage of firms reporting difficulties meeting an unanticipated increase in demand was slightly higher than average.

Capacity constraints are felt most strongly in the construction and commodity-producing sectors, as well as in transportation services.

Evaluating the level and growth of potential output is complicated by the sectoral shifts associated with the adjustment of the Canadian economy to higher commodity prices and the appreciation of the Canadian dollar.

1. While that measure has been revised upwards, the revision chiefly reflected a change in Statistics Canada's methodology for estimating potential output in the oil and gas extraction industry.

Chart 4
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change

* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

judgment that the economy was operating with slightly more excess supply at mid-year than the conventional measure suggests, but was still close to its capacity limits. (See box on page 3.)

The 12-month rate of increase in the consumer price index has continued to exhibit considerable volatility, rising to 2.4 per cent in April and falling to 1.6 per cent in May (Chart 4). This is largely due to fluctuations in gasoline prices.

In contrast, the core rate of inflation has remained relatively stable, fluctuating in a range between 1.6 and 1.9 per cent since the beginning of the year.

Since late May, world oil prices have strengthened further. Current oil futures contracts indicate that the West Texas Intermediate (WTI) price of oil will average around US$60 per barrel over the projection period. This scenario for oil prices is somewhat higher than that used in the last *Report*, especially for 2006.

The External Environment

On balance, the global economy has been unfolding largely as expected at the time of the April *Report*, with prospects for growth essentially unchanged at about 4 per cent in both 2005 and 2006.

U.S. real GDP grew by 3.8 per cent at annual rates in the first quarter of 2005, in line with expectations. Monthly indicators for the second quarter point to solid growth in domestic demand. As a result, the base-case outlook for U.S. economic growth in 2005 is essentially the same as in the April *Report*, which called for robust growth in 2005. Output growth is projected to remain strong in the United States in 2006. The projection assumes a gradual slowing in household spending and a rise in net exports.

Growth has been less balanced than anticipated across other economic zones, with momentum stronger than expected in Asia but weaker in Europe. In this regard, growth in China's real GDP has remained very strong, and the first-quarter rebound in Japan's real GDP was larger than expected. In contrast, in the euro area, evidence suggests slightly slower growth than that incorporated in the April *Report*.

Financial Conditions

The Canadian dollar has traded in a range of about 79 to 83 cents U.S. since the time of the April *Report*, as it has since the beginning of the year. However, with the U.S. dollar appreciating against other major currencies, the Canadian dollar has risen modestly on a trade-weighted basis.

Yields on short-term government bonds in Canada have remained relatively stable since the April *Report*, while comparable yields in the United States have moved somewhat higher, reflecting actual and anticipated increases in the federal funds rate.

Long-term government bond yields in both countries have fallen by between 20 and 30 basis points. This decline has been part of a global phenomenon, with longer-term yields in most industrial countries at very low levels. While this may partly reflect several technical factors, the low yields would be consistent with strong desired global savings relative to business investment. Risk premiums on corporate bonds are also very low.

105-05952/

Domestic Economic Prospects

In Canada, solid growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic activity over the remainder of this year and through 2006 (Table 1). Various factors suggest further substantial gains in business investment. These include the high rate of capacity utilization in a number of industries, the global economic expansion and the associated relatively high level of commodity prices, continued favourable financial conditions, buoyant profit levels, and earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment.

Following a strong advance in the first quarter of 2005, consumer spending is expected to rise solidly over the projection period. This reflects further gains in real incomes, the continued effects of past monetary stimulus, and a relatively high level of consumer confidence. In contrast, investment in housing is expected to be little changed, on balance, over this period. The current outlook incorporates somewhat higher growth in government spending than in the April *Report*. Nevertheless, expenditures by all levels of government are still projected to rise broadly in line with revenues, as governments continue to strive to maintain fiscal balance.

Ongoing solid global economic growth, particularly in the United States, is expected to boost the demand for Canadian exports, while imports will be bolstered by strong investment in machinery and equipment. The earlier appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen Canada's export growth and to stimulate imports, but this effect should lessen considerably next year. The negative contribution of net exports to real GDP growth appears to have peaked and is expected to fall to zero in 2006 (Table 1).

The Bank's base-case projection calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.7 per cent in 2005 and to rise to 3.3 per cent in 2006. This outlook for both 2005 and 2006 is essentially the same as in the April *Report*.

Table 1
Contributions to Annual Real GDP Growth[1]
Percentage points

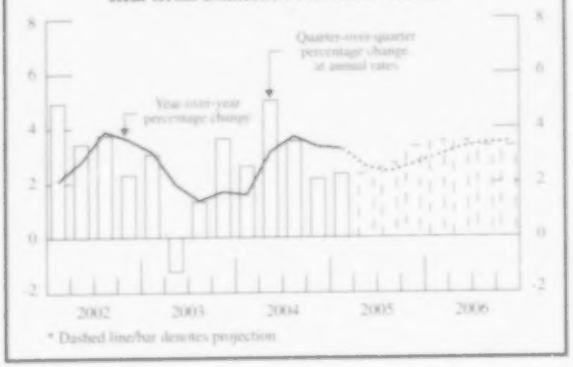
	2004	2005	2006
Consumption	1.9 *(1.9)*	2.2 *(2.0)*	1.8 *(1.9)*
Housing	0.5 *(0.5)*	0.2 *(0.1)*	-0.2 *(-0.1)*
Government	0.6 *(0.6)*	0.8 *(0.7)*	1.0 *(0.9)*
Business fixed investment	0.7 *(0.7)*	0.9 *(1.0)*	0.8 *(0.8)*
Subtotal: Final domestic demand	3.7 *(3.7)*	4.1 *(3.8)*	3.4 *(3.5)*
Exports	1.9 *(1.9)*	1.4 *(0.9)*	2.2 *(2.2)*
Imports	-2.7 *(-2.7)*	-2.8 *(-2.0)*	-2.2 *(-2.4)*
Subtotal: Net exports	-0.8 *(-0.8)*	-1.4 *(-1.1)*	0 *(-0.2)*
Inventories	0 *(-0.1)*	0 *(-0.1)*	-0.1 *(0)*
GDP	2.9 *(2.8)*	2.7 *(2.6)*	3.3 *(3.3)*

1. Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the April *Report*.

The Bank projects that real GDP growth will increase to about 3 per cent, on average, in the second half of 2005 and 3.4 per cent over the four quarters of 2006 (Chart 5, Table 2). Based on an assumed rate of growth of potential output of 3 per cent, this outlook implies that the economy will be operating at capacity in the second half of 2006.

Labour productivity in the first quarter of 2005 was up 1 per cent from its year-earlier level, following two years of surprisingly low growth. While the rebound is encouraging, productivity growth remains below the Bank's assumption for trend growth in productivity of 1 3/4 per cent.

Chart 5
Real Gross Domestic Product for Canada*



* Dashed line/bar denotes projection

The Bank will continue to assess productivity developments for indications of growth in potential output.

The Outlook for Inflation

The factors governing the outlook for inflation are the same as those described in the April *Report*.

The core rate of inflation is expected to remain close to 1.7 per cent over the remainder of this year. With the economy projected to operate near its full production capacity, and with inflation expectations remaining well anchored, the core rate is projected to rise gradually to 2 per cent by the end of next year (Table 2).

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the market for crude oil. Based on an average of recent oil-price futures, total CPI inflation is expected to move up to about 2.5 per cent in late 2005. By the end of 2006, total CPI inflation is expected to have moved back down to the target rate of 2 per cent.

Table 2
Projection Summary*

	2005			2006	
	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	2.3 *(2.5)*	2.7 *(2.7)*	3.3 *(3.3)*	3.5 *(3.5)*	3.3 *(3.4)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 *(2.4)*	2.4 *(2.4)*	2.6 *(2.7)*	3.1 *(3.1)*	3.4 *(3.4)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	1.7 *(1.7)*	1.7 *(1.7)*	1.8 *(1.8)*	1.9 *(1.9)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.9 *(2.1)*	2.2 *(2.3)*	2.4 *(2.3)*	2.5 *(2.2)*	2.0 *(1.8)*
WTI** (level)	53 *(56)*	60 *(57)*	61 *(57)*	61 *(56)*	60 *(54)*

* Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 7 July 2005.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
Website: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– juillet 2005 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 11 juillet 2005.

Introduction

La mise à jour concernant l'évolution des économies mondiale et canadienne exposée dans le présent *Rapport* fait ressortir trois facteurs. Premièrement, les données relatives aux pressions s'exerçant sur l'appareil de production indiquent dans l'ensemble que l'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité. Deuxièmement, de nouveaux progrès ont été accomplis ces derniers mois dans les divers secteurs économiques du pays sur le plan de l'ajustement aux changements en cours à l'échelle mondiale. Troisièmement, les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres mondiaux s'accroissent.

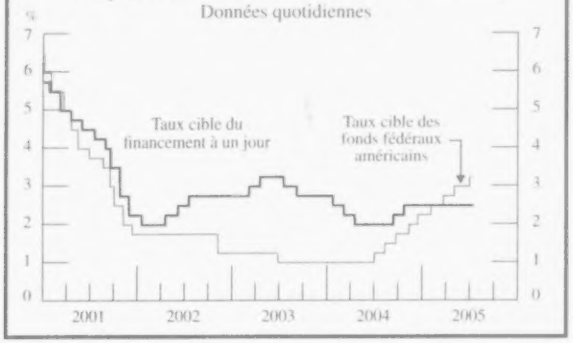
Globalement, les prévisions de la Banque quant à la production et à l'inflation au Canada d'ici la fin de 2006 ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'évolution de l'économie mondiale est généralement conforme aux attentes, et les perspectives laissent encore présager une croissance de quelque 4 % cette année et l'an prochain. La progression de l'activité est toutefois moins équilibrée qu'on ne l'avait anticipé d'une région économique à l'autre, l'essor étant plus marqué que prévu en Asie mais plus faible en Europe.

Faits saillants

- L'économie fonctionne près des limites de sa capacité de production.
- Les prévisions de la Banque ont peu changé par rapport à celles présentées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, avec une croissance projetée de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006.
- Comme l'économie devrait ainsi continuer de tourner près de son plein potentiel, on estime que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain.
- À la lumière de cette projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir.
- Les risques qui pèsent sur les perspectives d'ici la fin de 2006 semblent équilibrés, mais à moyen terme, les risques attribuables aux déséquilibres mondiaux s'accroissent.

Graphique 1
Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains
Données quotidiennes



Au Canada, la vive accélération de la demande intérieure finale compense toujours l'effet de la contraction des exportations nettes. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un taux d'expansion du PIB réel de 2,7 % en 2005 et de 3,3 % en 2006. Elle estime donc que l'économie canadienne continuera de tourner près de son plein potentiel tout au long de la période, et que l'inflation reviendra à 2 % d'ici la fin de l'an prochain.

Afin de soutenir la demande globale, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 2 1/2 % depuis octobre 2004 (Graphique 1). Toutefois, à la lumière de sa projection, une certaine réduction du degré de détente monétaire sera requise dans un proche avenir afin de maintenir la demande et l'offre globales en équilibre et de garder l'inflation au taux visé.

Les risques qui entachent les perspectives des quatre à six prochains trimestres concernent principalement la trajectoire future des cours du pétrole et des produits de base non énergétiques, le rythme d'expansion en Chine et l'ajustement continu de l'économie canadienne aux changements qui s'opèrent sur la scène mondiale. Ces risques semblent équilibrés.

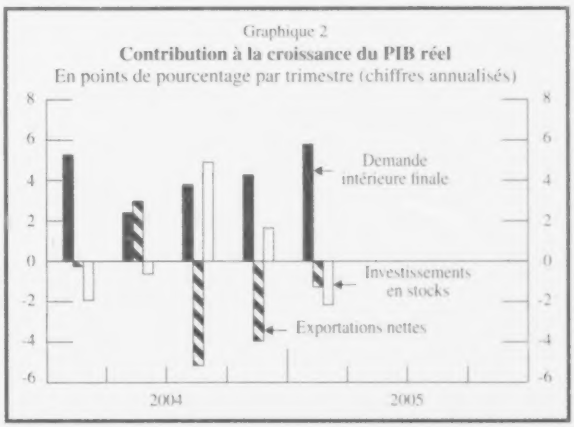
À moyen terme, le risque que la correction des déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale puisse entraîner une période d'atonie de la demande globale dans le monde s'accroît. Les risques à moyen terme seront traités plus en profondeur dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, lorsque la période de projection de la Banque inclura 2007.

Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

Au Canada, le PIB réel a augmenté de 2,3 % en taux annualisé au premier trimestre de 2005, ce qui est très proche des 2,5 % prévus au moment de la publication du *Rapport* d'avril. Toutefois, à 5,8 %, l'expansion de la demande intérieure finale a été plus marquée qu'escompté en avril, tandis que l'incidence négative de la diminution des exportations nettes et des investissements en stocks sur la croissance a été plus prononcée que projeté (Graphique 2).

D'autres signes montrent que l'économie canadienne continue de s'adapter aux changements en cours à l'échelle du globe. Grâce à la solide poussée de la demande intérieure finale, la production a de nouveau enregistré des gains substantiels dans les secteurs peu exposés à la concurrence étrangère. Par contre, depuis la fin de 2004, on constate une légère diminution du niveau global d'activité dans les industries non productrices de matières premières qui sont très ouvertes aux échanges internationaux.

Graphique 2
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



La production a aussi reculé dans les industries productrices de matières premières au premier trimestre, mais ce repli est attribuable surtout à des perturbations temporaires de la production dans une installation d'exploitation de sables bitumineux, aux répercussions du mauvais temps sur les activités de forage pétrolier et gazier, ainsi qu'à la baisse de la demande étrangère de bois d'œuvre. Ces secteurs se sont partiellement redressés en avril.

Les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* réalisée par la Banque cet été indiquent également que l'économie canadienne s'ajuste aux changements en cours sur la scène internationale. Par exemple, les dépenses d'investissement devraient connaître une augmentation particulièrement forte dans les industries productrices de matières premières et dans de nombreuses branches du secteur des services. Les résultats de l'*Enquête* donnent aussi à penser que la hausse de l'emploi restera concentrée dans les secteurs des services et des matières premières.

D'après les données disponibles, l'économie canadienne aurait crû d'environ 2,3 % au deuxième trimestre. Les indicateurs les plus récents tendent à montrer que le vif essor de la demande intérieure finale s'est poursuivi. Par ailleurs, plusieurs éléments permettent d'anticiper une possible accélération de l'activité au second semestre de l'année. Un nouveau ralentissement du rythme d'accumulation des stocks au deuxième trimestre devrait se traduire par une meilleure adéquation entre les niveaux des stocks et les ventes. Les dépenses d'investissement semblent progresser, et la croissance de l'emploi s'est intensifiée.

La mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indiquait la présence d'une faible marge de capacités excédentaires dans l'économie au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 3). L'examen que fait le Conseil de direction de tous les indicateurs l'amène à conclure que l'économie affichait

Graphique 3
Estimation de l'écart de production selon la mesure économétrique et réponses à la question de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* concernant les pressions sur la capacité de production

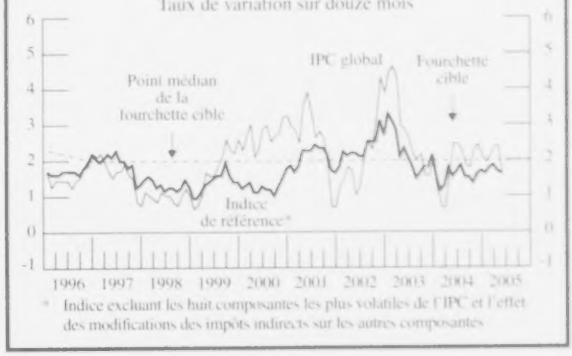
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure économétrique usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le second trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel).
** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

au milieu de l'année une offre excédentaire légèrement supérieure à ce que semblait révéler la mesure habituelle de la Banque, mais qu'elle fonctionnait toujours près des limites de sa capacité (voir l'Encadré de la page 4).

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation a continué d'afficher une grande volatilité, ayant grimpé à 2,4 % en avril puis glissé à 1,6 % en mai (Graphique 4). Cette situation est attribuable pour une bonne part aux fluctuations des prix de l'essence.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée relativement stable, oscillant dans une

Graphique 4
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

fourchette de 1,6 à 1,9 % depuis le début de l'année.

Les cours mondiaux du pétrole ont subi de nouvelles majorations depuis la fin de mai. Le niveau actuel des cours à terme du pétrole laisse entrevoir que le prix du baril de West Texas Intermediate (WTI) se situera en moyenne aux alentours de 60 dollars É.-U. pendant l'horizon projeté. Les prix du pétrole retenus dans ce scénario sont un peu plus élevés que ceux envisagés dans le dernier *Rapport*, surtout pour 2006.

La conjoncture extérieure

Dans l'ensemble, l'évolution de l'économie mondiale a été généralement conforme aux prévisions exposées dans le *Rapport* d'avril. Les perspectives demeurent essentiellement les mêmes et font encore état d'une croissance de quelque 4 % en 2005 et 2006.

Au premier trimestre de 2005, le PIB réel américain a progressé de 3,8 % en taux annualisé, ce qui est conforme aux attentes. Les indicateurs mensuels du

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'estimation de la production potentielle selon la mesure économétrique dont la Banque se sert habituellement a été revue légèrement à la baisse par rapport à celle utilisée dans la livraison d'avril du *Rapport*, par suite de la révision à la baisse des chiffres de Statistique Canada concernant le PIB réel pour la période de 2002 au milieu de 2004. Cependant, comme le taux de croissance du PIB a été révisé à la hausse pour les trois derniers trimestres de 2004, le niveau du PIB réel à la fin de la même année est resté inchangé. En conséquence, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tournait à plein régime au premier trimestre de 2005, et non tout juste en deçà de sa capacité, comme on l'estimait dans le dernier *Rapport*. La croissance économique s'étant vraisemblablement située à 2,3 % au deuxième trimestre, une faible marge de capacités inutilisées devrait être apparue vers le milieu de 2005.

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada[1] tend à indiquer que les pressions exercées sur la capacité de l'économie sont plus intenses que ne le laisse croire la mesure de l'écart de production communément utilisée par la Banque.

D'autres indicateurs témoignent toutefois de pressions moins intenses. Par exemple, les augmentations salariales restent assez modérées, et l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient en moyenne au-dessous de 2 % depuis le milieu de 2003.

Parallèlement, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre, lors de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* menée cet été, est demeurée inférieure à sa moyenne, alors que le pourcentage de celles ayant affirmé qu'elles auraient des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande se situait tout juste au-dessus de sa moyenne.

Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction et des industries productrices de matières premières, de même que dans celui des services de transport.

L'évaluation du niveau et du taux de croissance de la production potentielle est compliquée par le déplacement de l'activité entre les secteurs qui résulte de l'ajustement de l'économie canadienne au renchérissement des produits de base et à l'appréciation du dollar canadien.

1. La révision à la hausse de cette mesure est attribuable principalement à un changement apporté par Statistique Canada à sa méthode d'estimation de la production potentielle dans le secteur de l'extraction pétrolière et gazière.

deuxième trimestre annoncent une solide montée de la demande intérieure. Par conséquent, le scénario de référence concernant l'expansion de l'économie américaine en 2005 demeure pratiquement inchangé par rapport à celui présenté dans la livraison d'avril du *Rapport*, qui tablait sur un dynamisme soutenu cette année. La croissance de la production devrait demeurer vigoureuse aux États-Unis en 2006. Selon les projections, le rythme d'augmentation des dépenses des ménages ralentira graduellement et les exportations nettes s'accroîtront.

L'accélération de l'activité est moins équilibrée qu'on ne l'avait escompté parmi les autres régions économiques : elle est plus vive que prévu en Asie, mais plus faible en Europe. À cet égard, la hausse du PIB réel en Chine est restée très robuste, et le redressement du PIB réel japonais au premier trimestre a été supérieur aux attentes. Par contre, dans la zone euro, les données disponibles donnent à penser que le rythme d'expansion sera légèrement inférieur à celui avancé dans le *Rapport* d'avril.

Les conditions financières

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette de 79 à 83 cents É.-U. environ, comme cela a été le cas depuis le début de l'année. Cependant, le dollar américain s'étant apprécié par rapport aux autres grandes monnaies, le dollar canadien s'est légèrement raffermi sur la base d'une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Les rendements des obligations d'État à court terme sont demeurés relativement stables au Canada depuis avril, alors que ceux des titres américains comparables ont quelque peu augmenté sous l'effet des majorations effectives et anticipées du taux des fonds fédéraux.

Les rendements des obligations d'État à long terme des deux pays ont chuté de 20 à 30 points de base. Ce repli s'inscrit dans une tendance mondiale qui a vu les taux longs s'établir à de très bas niveaux dans la plupart des pays industriels. Cette évolution résulte possiblement en partie de certains facteurs techniques, mais la faiblesse des rendements serait compatible avec un niveau élevé de l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises. Les primes de risque sur les obligations de sociétés sont également très basses.

Les perspectives de l'économie canadienne

Au Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'activité économique pendant le reste de l'année et tout au long de 2006 (Tableau 1). Divers facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront de s'accroître de façon substantielle. Parmi eux, mentionnons le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre de secteurs, l'expansion économique à l'échelle mondiale et le niveau relativement soutenu des prix des produits de base qui l'accompagne, le maintien de conditions financières favorables, la fermeté des bénéfices, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

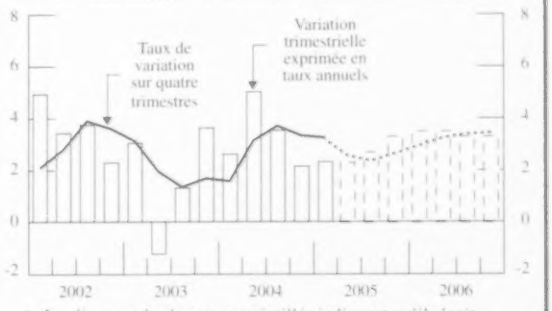
Après avoir solidement progressé au premier trimestre de 2005, les dépenses de consommation devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur de gains supplémentaires au chapitre des revenus réels, des effets persistants de la détente monétaire passée et de la confiance relativement élevée des consommateurs. On estime cependant que les investissements dans le logement resteront sensiblement inchangés, dans l'ensemble, au cours de cette période. Les perspectives actuelles tiennent compte d'une croissance un peu plus accentuée des dépenses publiques qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'avril. On s'attend néanmoins toujours à ce que les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmentent à peu près au même rythme que les recettes, les

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle du PIB réel[1]
En points de pourcentage

	2004	2005	2006
Consommation	1,9 *(1,9)*	2,2 *(2,0)*	1,8 *(1,9)*
Logement	0,5 *(0,5)*	0,2 *(0,1)*	-0,2 *(-0,1)*
Administrations publiques	0,6 *(0,6)*	0,8 *(0,7)*	1,0 *(0,9)*
Investissements fixes des entreprises	0,7 *(0,7)*	0,9 *(1,0)*	0,8 *(0,8)*
Total partiel : demande intérieure finale	3,7 *(3,7)*	4,1 *(3,8)*	3,4 *(3,5)*
Exportations	1,9 *(1,9)*	1,4 *(0,9)*	2,2 *(2,2)*
Importations	-2,7 *(-2,7)*	-2,8 *(-2,0)*	-2,2 *(-2,4)*
Total partiel : exportations nettes	-0,8 *(-0,8)*	-1,4 *(-1,1)*	0 *(-0,2)*
Stocks	0 *(-0,1)*	0 *(-0,1)*	-0,1 *(0)*
PIB	2,9 *(2,8)*	2,7 *(2,6)*	3,3 *(3,3)*

1. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans le scénario du *Rapport* d'avril.

Graphique 5
Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* Les lignes et les barres en pointillés indiquent qu'il s'agit d'estimations.

administrations gardant le cap sur l'équilibre budgétaire.

La poursuite du vif essor de l'activité à l'échelle du globe, et en particulier aux États-Unis, devrait stimuler la demande d'exportations canadiennes, tandis que la vigueur des investissements en machines et en matériel viendra soutenir les importations. L'appréciation passée du dollar canadien continuera probablement de brider les exportations et de dynamiser les importations du Canada, mais cet effet devrait s'estomper de beaucoup l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel semble avoir atteint son point culminant en zone négative et devrait se situer à zéro en 2006 (Tableau 1).

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,7 % en 2005 et à 3,3 % en 2006, soit essentiellement les mêmes chiffres qui étaient anticipés dans le *Rapport* d'avril.

La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel se hisse à environ 3 % en moyenne au second semestre de 2005, et à 3,4 % au cours des quatre trimestres de 2006 (Graphique 5, Tableau 2). Cette projection, fondée sur un taux de croissance escompté de 3 % de la production potentielle, implique que l'économie tournera à plein régime au deuxième semestre de 2006.

Au premier trimestre de 2005, la productivité du travail a gagné un point de pourcentage par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après s'être accrue d'une manière étonnamment modérée deux ans de suite. Malgré cette remontée encourageante, la croissance de la productivité reste inférieure au taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu par la Banque. Cette dernière continuera d'examiner l'évolution de la productivité afin d'évaluer la croissance de la production potentielle.

Les perspectives en matière d'inflation

Les facteurs qui influent sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux exposés dans le *Rapport* d'avril.

Le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait se maintenir non loin de 1,7 % jusqu'à la fin de 2005. Comme on prévoit que l'économie tournera près de son plein potentiel, et puisque les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2006 (Tableau 2).

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence importante sur le rythme d'augmentation sur douze mois de l'IPC global. Si l'on en juge par la moyenne des récents cours à terme du pétrole, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait monter à environ 2,5 % dans les derniers mois de 2005, avant de redescendre au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2006.

Tableau 2
Résumé des projections*

	2005			2006	
	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.
PIB réel (Taux de variation trimestrielle)	2,3 *(2,5)*	2,7 *(2,7)*	3,3 *(3,3)*	3,5 *(3,5)*	3,3 *(3,4)*
PIB réel (Taux de variation sur quatre trimestres)	2,6 *(2,4)*	2,4 *(2,4)*	2,6 *(2,7)*	3,1 *(3,1)*	3,4 *(3,4)*
Indice de référence (Taux de variation sur douze mois)	1,6 *(1,6)*	1,7 *(1,7)*	1,7 *(1,7)*	1,8 *(1,8)*	1,9 *(1,9)*
IPC global (Taux de variation sur douze mois)	1,9 *(2,1)*	2,2 *(2,3)*	2,4 *(2,3)*	2,5 *(2,2)*	2,0 *(1,8)*
WTI** (niveau)	53 *(56)*	60 *(57)*	61 *(57)*	61 *(56)*	60 *(54)*

* Les chiffres entre parentheses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en avril.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 7 juillet 2005.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec nous :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca